

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A Crise Financeira de 2008 e as Políticas Monetárias
Não Convencionais: Análise do Caso Brasileiro**

LUÍZA MIDLEJ LEBRÃO ROCHA

Matrícula nº 107326652

Email: lmlrio@yahoo.com.br

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

Email: licha@ie.ufrj.br

ABRIL 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

A Crise Financeira de 2008 e as Políticas Monetárias Não Convencionais: Análise do Caso Brasileiro

LUÍZA MIDLEJ LEBRÃO ROCHA

Matrícula nº 10732665

Email: lmlrio@yahoo.com.br

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha

Email: licha@ie.ufrj.br

ABRIL 2012

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedico esta monografia às minhas tão
amadas mãe e irmã.

RESUMO

A crise de 2008 foi marcada pela drástica redução da liquidez nos sistemas financeiros internacionais. O que se observou diante deste cenário foi uma mudança na postura dos principais bancos centrais e o caso do Brasil não foi diferente. A adoção de políticas consideradas não convencionais em alguns países deveu-se à impossibilidade e/ou à insuficiência de se utilizar somente os instrumentos tradicionais. Esta monografia tem como objetivo pautar e discutir o conceito e a aplicação das políticas monetárias não convencionais e o quanto o Brasil utilizou destes artifícios no contexto de altas taxas de juros nominais.

ABREVIATURAS

ACC – Adiantamento Sobre Contrato de Câmbio

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDES PSI – Programa BNDES de Sustentação do Investimento

CDB – Certificado de Depósito Bancário

CMN – Conselho Monetário Nacional

Copom – Comitê de Política Monetária

DPGE - Depósito a Prazo com Garantia Especial do FGC

FGC – Fundo Garantidor de Créditos

Ibovespa – Índice Bovespa

IPI – Imposto Sobre Produtos Industrializados

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento

ÍNDICE

RESUMO	4
ABREVIATURAS	5
ÍNDICE.....	6
ÍNDICE DE GRÁFICOS	8
ÍNDICE DE TABELAS.....	8
INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO I: . A CRISE FINANCEIRA AMERICANA E AS POLÍTICAS NÃO CONVENCIONAIS.....	13
1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO: A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008	13
1.1.1. <i>O Mercado de Subprime.....</i>	<i>13</i>
1.1.2. <i>O Desenrolar da Crise</i>	<i>15</i>
1.2. JUSTIFICATIVA PARA A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL	17
1.3. OPÇÕES DE POLÍTICAS NÃO CONVENCIONAIS	20
1.3.1. <i>Compromisso de Baixa Taxa de Juros de Curto-Prazo por um Longo Período</i>	<i>21</i>
1.3.2. <i>Oferta de Refinanciamento pelo Banco Central a uma Taxa de Juros Fixa e com um Prazo Maior</i>	<i>22</i>
1.3.3. <i>Aquisição de Ativos</i>	<i>23</i>
1.3.4. <i>Flexibilização Qualitativa.....</i>	<i>24</i>
1.3.5. <i>Flexibilização Quantitativa.....</i>	<i>25</i>
1.4. CONCLUSÃO	26
CAPÍTULO II: O CASO BRASILEIRO	27
2.1. A CRISE FINANCEIRA E A SUA TRANSMISSÃO PARA O BRASIL	27
2.2. AS MEDIDAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	32
2.3. OUTRAS FORMAS DE INJEÇÃO DE LIQUIDEZ	38
2.3.1. <i>BNDES.....</i>	<i>39</i>
2.3.2. <i>Ministério da Fazenda.....</i>	<i>40</i>
2.3.3. <i>Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal</i>	<i>40</i>

CONCLUSÃO	42
BIBLIOGRAFIA	44
ANEXO 1:.....	48

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I.1: Produto Interno Bruto a Preços Constantes – Variação Percentual	18
Gráfico II.1: : Volume de Exportações Brasileiras.....	29
Gráfico II.2: Fluxo da Conta Capital e Financeira Brasileira	29
Gráfico II.3: Operações de ACC	31

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela II-1: Principais resultados do PIB a preços de mercado do 4º trimestre de 2007 ao 4º trimestre de 2008.	27
Tabela II-2: Principais resultados do PIB a preços de mercado do 4º trimestre de 2008 ao 4º trimestre de 2009.	28

INTRODUÇÃO

Recentemente o mundo passou por uma crise econômica que reduziu a liquidez do sistema financeiro a níveis baixíssimos. A crise de 2008 teve seu início no mercado imobiliário americano, mais especificamente na área relacionada ao *subprime*, e foi fruto da busca por maiores rendimentos em um período de baixas taxas de juros no cenário americano. Destacou-se por ter se espalhado pelas principais economias através de sistemas financeiros altamente interligados e por ter reduzido significativamente a demanda mundial. Pode ser considerada uma crise de grande importância devido às suas dimensões, e por isso justifica-se um olhar mais atento sobre o seu desenrolar e consequências.

Um aspecto importante da crise foi a consequente mudança na condução da política monetária adotada por bancos centrais de diversos países, podendo-se citar aqueles de economias avançadas e também o Brasil. Houve uma tendência geral de expansionismo, além da usual redução da taxa básica de juros. Esta, que se encontrava em níveis muito reduzidos, se não muito próximos de zero, nos principais países desenvolvidos (como os Estados Unidos), não poderia ser objeto de política monetária isoladamente. Foram adotadas então políticas monetárias chamadas de não convencionais, por irem além da redução da taxa de juros como forma de expansão de liquidez. Medidas como aquisição de carteiras de crédito de instituições financeiras passaram a fazer parte da conduta de bancos centrais, por exemplo.

No caso do Brasil, o Banco Central possuía uma margem confortável para reduzir a taxa Selic, e ainda assim puderam-se notar mudanças nas medidas adotadas pela autoridade monetária. Uma questão que pode ser levantada a esse respeito trata da classificação da política monetária adotada no Brasil como não convencional ou não.

O presente trabalho tem como objetivo apresentar uma resenha acerca das discussões teóricas em relação às políticas monetárias não convencionais e como estas foram implementadas no Brasil. Desta forma, pode-se fazer uma classificação das políticas brasileiras e concluir se elas de fato se encaixam na definição de política monetária não convencional.

O capítulo 1 faz uma contextualização da crise financeira internacional e uma apresentação teórica dela. Ele é dividido em três seções sendo a primeira uma resenha dos

condicionantes da crise de 2008 e o seu desenrolar. Na seção 1.2 é apresentada uma síntese da literatura acadêmica sobre a justificativa da aplicação da política monetária não convencional. Na seção 1.3 são apresentados alguns exemplos de política.

O capítulo 2 trata mais especificamente da crise no Brasil, incluindo a sua transmissão, tratada na seção 2.1, e as políticas adotadas pelo governo local para reverter o ciclo recessivo. As políticas do Banco Central são listadas na seção 2.2, enquanto as atuações do Ministério da Fazenda e do BNDES são descritas na seção 2.3.

Por último, na conclusão é apresentada uma revisão dos assuntos tratados neste trabalho. Em especial, são destacadas as políticas econômicas adotadas no Brasil no período de crise e as suas semelhanças com as características da teoria da política monetária não convencional.

Capítulo I: A CRISE FINANCEIRA AMERICANA E AS POLÍTICAS NÃO CONVENCIONAIS

1.1.Contextualização: A Crise Financeira Internacional de 2008

1.1.1. O Mercado de *Subprime*

A recente crise econômica que se abateu no mundo teve a sua origem nos Estados Unidos, mais especificamente no mercado imobiliário americano onde surgiu a chamada “crise do *subprime*”. Tal cenário foi o resultado de uma busca no mercado financeiro norte-americano por taxas de lucros mais elevadas, porém de alto risco. A seguir, é apresentado o ponto de vista de Carvalho (2008) a respeito da gênese da crise.

Durante os anos 1980, os Estados Unidos passavam por um cenário econômico crítico e de alta inflação devido à segunda crise do petróleo em 1979 e ao fim do Acordo de Bretton Woods. Diante de tal quadro, foi necessária a utilização de uma política monetária restritiva baseada na elevação das taxas de juros. Os resultados dessas políticas foram uma recessão econômica no início da década e a desaceleração do crescimento dos níveis de preço, que se mantiveram baixos nas décadas seguintes. Dessa forma, o Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos) pôde manter reduzida a taxa de juros durante os anos 1990. Conseqüentemente, os juros das aplicações baseadas no *Federal Fund* (taxa básica) também sofreram reduções, causando baixos retornos aos bancos e instituições financeiras. Junto a isso, em vista de um cenário de liberalização, desregulamentação e globalização financeira, verificava-se uma extrema competição entre bancos comerciais e instituições financeiras, como explica Carvalho (2008):

“A liberalização financeira iniciada nos anos 1980 no contexto da revolução conservadora liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher aumentou a liberdade das instituições financeiras de escolher onde e como operar, aí incluídos mercados que eram tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais”.
(p. 23)

Assim, além de as instituições financeiras terem maior liberdade, atuando em atividades anteriormente dominadas por bancos comerciais, o número de concorrentes nos mercados financeiros domésticos aumentou, incluindo o dos Estados Unidos. Vivia-se um

momento de acirramento competitivo que resultava em baixos lucros de mercados tradicionais, como de crédito a consumidores, empresas e governos.

Foi iniciada uma busca por mercados mais lucrativos, porém de maior risco. Os países emergentes como Brasil, México e Rússia, com suas altas taxas de retorno, atraíram um considerável montante de capital americano. Porém, as contínuas crises nos balanços de pagamento entre os anos de 1990 revelaram a fragilidade econômica desses países. Ademais, os mercados emergentes não possuíam dimensões suficientes para absorver a oferta de crédito do sistema financeiro americano. Os mercados emergentes naturalmente não foram deixados de lado, mas foi encontrada outra válvula de escape: o mercado de crédito imobiliário norte-americano. Esse mercado mostrou-se muito atraente, pois apesar de já ser um mercado maduro, que segue um crescimento vegetativo relativamente lento devido ao envelhecimento da população, havia a possibilidade de sua ampliação.

Para aumentar a demanda por crédito imobiliário de forma que as instituições financeiras pudessem ampliar a oferta de hipotecas, o crédito imobiliário foi estendido para incluir a classe *subprime*. Chama-se de *subprime* a categoria de devedores que possuem um alto risco de crédito. Tais indivíduos apresentam como principais características segundo Torres Filho (2008, p.3) “*renda incompatível com as prestações, passado recente de inadimplimento ou falta de documentação adequada*”. O autor ainda complementa: “*As operações mais arriscadas eram aquelas que envolviam os chamados ninjas¹, devedores que não tinham renda, trabalho ou patrimônio*” (p.3).

Dessa forma, passaram a fazer parte do mercado imobiliário pessoas que anteriormente eram rejeitadas pelas instituições financeiras por não se encaixarem em um perfil admissível de risco de crédito.

Entre 1997 e 2006, houve uma forte valorização nos preços dos imóveis norte-americanos, com aumentos reais de 85%. Essa valorização se deu por duas razões: a expansão do crédito imobiliário, sendo o mercado de hipotecas o seu maior financiador; e a incorporação de um grande contingente de devedores *subprime*. A participação destes em novas hipotecas aumentou de 8,6% em 2001 para 20,1% em 2006. (Torres Filho, 2008).

¹ O autor explica em nota o significado de *ninjas* como a abreviação para o termo em inglês “no income, no job or asset”.

Porém, Torres Filho (2008) ressalta que as garantias normalmente oferecidas pelo governo norte-americano para empréstimos residenciais (por meio das instituições financeiras semiestatais, sendo as principais Fannie May e Freddy Mac) não se aplicaram à maioria dos empréstimos feitos por cidadãos de baixa renda, por se tratarem de operações de alto risco. Pelo mesmo motivo, o empréstimo do tipo *subprime* era realizado sob elevadas taxas de juros. Adicionalmente, tais financiamentos possuíam um prazo muito longo, geralmente de 30 anos, que era dividido em dois tipos de pagamento: Nos primeiros 2 ou 3 anos, as prestações eram fixas e mais baixas. No período restante, isto é, nos 28 ou 27 anos seguintes, os juros das prestações eram mais elevados e reajustados de tempos em tempos baseados em taxas de mercado, como por exemplo, a Libor. A partir de 2006, foi iniciada a fase em que diversos contratos de hipoteca completaram o período inicial de baixa taxa de juros e foram reajustados, fazendo com que as parcelas a serem pagas aumentassem drasticamente. A renda da maioria dos tomadores de financiamento não era compatível com os custos mais altos, o que desencadeou uma onda de calotes.

1.1.2. O Desenrolar da Crise

O processo de expansão de crédito imobiliário foi possível graças à “*atuação das instituições financeiras privadas mediante a utilização de produtos financeiros estruturados de derivativos de crédito.*” (Torres Filho e Borça Jr; 2008; p.4). Mais especificamente, o crescimento do *subprime* foi financiado por novos instrumentos que evitavam e diluíam riscos, tornando possível a exploração desse novo mercado. Estes produtos puderam ser criados devido às securitizações.

Carvalho (2008) acrescenta que o fato de os Estados Unidos passarem por um período de quase trinta anos (fim da década de 1980 a 2006) de relativo crescimento econômico contribuiu para esse processo. Dessa forma, acreditava-se que uma vez que aqueles trabalhadores informais conseguiram um emprego no passado, eles conseguiriam outro no futuro. Não era levada em consideração pelas financeiras a possibilidade de uma ausência de fonte de renda que comprometeria o pagamento das mensalidades da hipoteca, devido ao bom momento econômico. Este fato facilitava a obtenção de crédito imobiliário pelo *subprime*.

A lógica por trás desses novos instrumentos financeiros era: uma instituição financeira concessora de crédito imobiliário reunia certa quantidade de hipotecas e as utilizavam como lastro para um título financeiro. Este título era repassado para diversos compradores, como por exemplo, empresas, bancos, fundos de investimento e por último, tanto por vias diretas como indiretas, para famílias.

Além disso, a partir dos títulos de dívida lastreados em hipotecas, os bancos e corretoras norte-americanos formataram novos produtos financeiros, tomando como base os papéis originais, de forma a facilitar o repasse a outrem, o que ajudou a pulverizar ainda mais o risco. Assim, os compradores não possuíam muito conhecimento de que os altos juros que recebiam advinham de um lastro formado por hipotecas, e não percebiam a dimensão do risco que estavam tomando. As securitizações das dívidas imobiliárias ajudaram a diluir este risco. Dessa forma, os títulos originados das securitizações das dívidas imobiliárias acabaram por impulsionar o mercado de *subprime*.

O gatilho da crise foi a desaceleração do mercado imobiliário americano devido ao reajuste dos juros dos contratos de hipotecas. Mesquita e Torós (2008) consideram que a crise do *subprime* teve seu início em junho de 2007, quando se tornou conhecimento geral que os fundos americanos de *hedge* que continham em suas carteiras ativos lastreados em hipotecas concedidas ao setor de *subprime* haviam angariado demasiados prejuízos. O alarme seguinte soou em julho do mesmo ano, quando os ativos lastreados por hipotecas residenciais norte-americanas foram rebaixadas pelas agências de *rating*.

A partir daí, o clima de dúvida sobre a existência de lastro para estes ativos se intensificou, abrangendo tanto instituições financeiras quanto as pessoas físicas. Estes papéis passaram a ser considerados “tóxicos” pelo mercado. Isto é, foram julgados como sendo arriscados demais para serem adquiridos, visto que se tornou difícil passá-los adiante. Não havia demanda por um ativo que representava dívidas que dificilmente seriam honradas.

A disseminação do desequilíbrio financeiro entre os países desenvolvidos foi inevitável. Mesquita e Torós (2010) citam o caso do banco alemão IKB, que começou a passar por problemas financeiros em agosto de 2007. Além disso, os autores ainda afirmam que os mercados interbancários das economias mais avançadas mostravam sinais de tensão com uma redução da liquidez e aumento da aversão ao risco. Um clima de desconfiança se abateu sobre os bancos: instituições que freqüentemente operavam entre si passaram a fazê-lo

com certa resistência, pois não era possível determinar o nível de exposição de cada uma das instituições financeiras ao mercado de financiamento imobiliário norte-americano. Esse ambiente de receios e desconfianças, resultou na corrida a um banco do Reino Unido, o Northern Rock, em setembro de 2007, quando a crise ganhou força e chamou mais atenção do público. A crise alcançou seu ponto mais alto no ano seguinte com a falência do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008, uma instituição financeira de grande porte cuja quebra intensificou a crise no sistema financeiro.

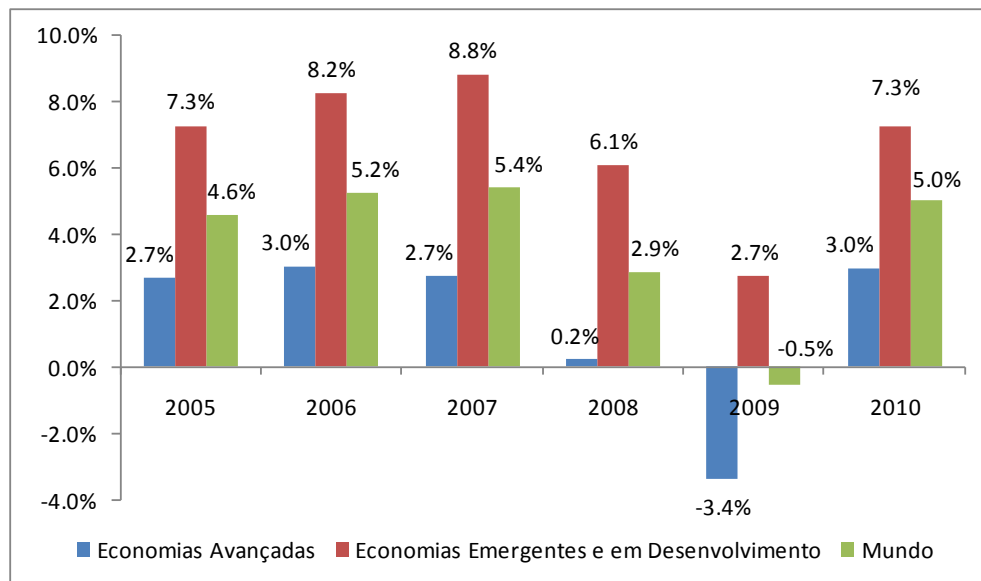
Assim, uma crise que teve seu início no mercado imobiliário americano acabou por contaminar todo o sistema financeiro internacional, devido às estreitas relações entre os mercados nos dias atuais.

1.2. Justificativa para a Política Monetária Não Convencional

O cenário econômico dos países atingidos pela crise de 2008 pôde ser considerado como um ambiente de risco sistêmico de acordo com a definição de Taylor (2010). O autor afirma que o risco sistêmico se caracteriza por um evento que ameaça o sistema financeiro devido a mecanismos de contágio e reações em cadeia e em consequência afeta o setor real da economia. Este evento detonador pode partir de uma medida do setor público (uma restrição súbita de liquidez pelo banco central), financeiro (a quebra de um grande banco) ou até mesmo de um acontecimento exógeno, como foi o caso dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001.

No gráfico 1.1, observa-se que nos anos em que a crise foi mais aguda (2008 e 2009), o produto mundial que se apresentava em trajetória ascendente desacelerou drasticamente (queda de 2,5 pontos percentuais de 2007 para 2008). O mesmo ocorreu com os países de economias avançadas e emergentes. Desta forma, pode-se concluir que de fato a crise caracterizou-se como sistêmica, pois atingiu o setor real das economias ao redor do mundo.

Gráfico I.1: Produto Interno Bruto a Preços Constantes – Variação Percentual



Fonte: FMI. (Dados retirados em 29/07/2011). Elaboração do autor.

Conforme foi visto anteriormente, a origem da crise ocorreu no setor imobiliário norte-americano, atingiu o sistema financeiro do país e posteriormente o sistema internacional, e culminou na quebra do Lehman Brothers. No caso do Brasil, como será visto posteriormente, o evento detonador foi a crise no cenário financeiro internacional.

Diante de tal cenário, apesar de uma redução generalizada das taxas básicas de juros, observou-se uma série de medidas adotadas pelos bancos centrais dos países desenvolvidos consideradas “exóticas” ou “não convencionais”. Isso porque somente a contração dos juros (que em alguns países como Estados Unidos, Japão e Inglaterra foi reduzido a níveis próximos de zero) não se mostrou suficiente para causar um impacto econômico anticíclico. O objetivo destas medidas foi causar um impacto sobre o setor real da economia através das políticas monetárias a fim de contornar o desequilíbrio e retomar o nível de atividade e o crescimento econômico.

De forma *lato sensu*, definimos política monetária não convencional por exclusão do conceito de política monetária considerada convencional, sendo esta a utilização da taxa de juros básica como instrumento de política.

O conjunto de políticas monetárias não convencionais aplicadas para superar a crise de 2008 é justificado por Meier (2009). O autor afirma que a principal função da política monetária é o controle do nível de preços. Em muitas economias desenvolvidas, esta política é colocada em prática através da determinação de uma meta de inflação, podendo ser esta explícita, como no caso do Brasil, ou implícita. A ferramenta normalmente utilizada para o controle da política monetária é a determinação da taxa de juros nominal de curto prazo. No caso brasileiro, a taxa de juros utilizada como instrumento pelo Banco Central é a taxa Selic. Na prática, a maioria dos bancos centrais anuncia uma meta de taxa de juros que é alcançada através de operações de mercado aberto. A quantidade de moeda é ajustada pelo banco central através da venda e recompra de títulos públicos de agentes financeiros no mercado de títulos de forma que a taxa de juros nominal alcançada pelo banco central corresponde à taxa utilizada nas operações de *overnight*.

Em suma, Meier (2009) afirma que ao determinar a meta da taxa de juros de curto prazo, o banco central causa um impacto sobre a oferta de crédito e conseqüentemente, sobre o nível de oferta de moeda na economia real. Porém, o autor destaca que os impactos causados no setor real da economia por uma redução na taxa de juros nominal são limitados visto que esta não pode ser negativa. Além disso, em um cenário de taxa de juros real muito próxima de zero ou negativa, os agentes financeiros podem preferir reter liquidez a ofertar crédito caso não tenham algum estímulo, mesmo que isso lhes cause algum custo.

Ainda assim, o autor evidencia que uma taxa de juros nominal no nível zero poderia ainda ser muito elevada para estimular uma economia que esteja passando por um período de deflação e assim, mesmo que a taxa de juros nominal seja zero a taxa de juros real seria positiva. Pode-se exemplificar com o caso dos Estados Unidos citado pelo Financial Times (2009), no qual afirma que uma análise interna do Federal Reserve concluiu que a taxa de juros real ideal naquele período, para reverter o cenário de crise americana, seria de -5%. O estudo foi feito com base na regra de Taylor que estima a taxa de juros levando em consideração os níveis de desemprego e inflação. Porém, como não é possível reduzir a taxa de juros a níveis negativos, o estudo propõe que as políticas monetárias não convencionais já realizadas no país fossem mantidas a fim de promover os estímulos econômicos equivalentes a uma taxa de juros no patamar de -5%.

Segundo Meier (2009), em um cenário de crise financeira como o que se deu recentemente em 2008, mais uma vez ficou evidente que os cortes nas taxas de juros nominais além de terem um limite para a sua redução, ainda eram menos eficientes do que em tempos mais tranquilos. Isso porque o clima de desconfiança era tão intenso que fez com que os agentes financeiros reduzissem a oferta de empréstimos, levando a uma contração de liquidez no sistema financeiro e a uma piora nas condições de crédito. Quando os bancos centrais defrontam uma situação na qual não há como sustentar taxas de juros positivas, e estas por si só não são suficientes para sanar crises de liquidez, não há como se manter uma política monetária estritamente ortodoxa.

A prática de políticas monetárias não convencionais em momentos de crise no sistema financeiro também é defendida por Freixas (2009). O autor atesta que políticas monetárias convencionais não teriam sido capazes de reverter o cenário de falta de liquidez no sistema financeiro, pois, toma como premissa que a eficiência dos canais de transmissão da política monetária depende do pleno funcionamento do mercado interbancário.

Dessa forma, a redução da taxa de juros realizada pelos bancos centrais, que, na maioria dos casos é a única ferramenta para afetar as outras taxas de juros da economia, foi importante, mas não suficiente. Também seria necessária a criação de outros canais de transmissão, visto que estando o mercado interbancário envolto por um cenário de desconfiança, não seria capaz de redistribuir liquidez entre os bancos.

A razão para tal fato consiste no funcionamento das políticas monetárias convencionais e como estas afetam a economia através do sistema financeiro. Conforme citado anteriormente, o principal instrumento de política utilizado por grande parte dos bancos centrais é a determinação de uma meta de taxa de inflação, buscada por uma taxa de juros ideal. Dessa forma, o autor esclarece que ao alterar a meta da taxa de juros, os agentes financeiros reavaliam o custo de oportunidade de oferecer empréstimos e assim, todas as taxas de crédito da economia são alteradas. Porém, como na crise de 2008 a aversão ao risco aumentou, houve um congelamento do mercado interbancário e da liquidez para a economia, sendo necessários outros canais de transmissão além da redução da taxa de juros.

1.3.Opções de Políticas Não Convencionais

A partir de Meier (2009), analisamos as políticas monetárias não convencionais como passíveis de aplicação prática. São estas: o comprometimento explícito feito pelo banco central de manter a taxa básica de juros reduzida até a recuperação econômica; a oferta de refinanciamento pelo banco central a uma taxa de juros fixa e com um prazo maior e; a aquisição de ativos e oferta de crédito.

1.3.1. Compromisso de Baixa Taxa de Juros de Curto-Prazo por um Longo Período

A redução da taxa de juros é um mecanismo de estímulo à demanda usualmente praticado em períodos de contração econômica. Ao fazer um anúncio sobre a política monetária futura, mais especificamente sobre a taxa de juros, o banco central cria expectativas para o mercado. Desta forma, Meier (2009) ressalta que a comunicação do banco central possui um papel importante na política monetária, principalmente em momentos de crise. Assim, ao anunciar o compromisso de manter a taxa de juros nominal reduzida, pode haver um impacto imediato nas taxas de juros de mercado havendo ainda a possibilidade de seus efeitos serem duradouros.

Mas para que tais expectativas sejam de fato criadas, é necessário que haja credibilidade no anúncio do compromisso. Nesse sentido, o autor afirma que a comunicação do banco central deve ser de acordo com a percepção de que o mercado tem com relação aos seus objetivos e expectativas econômicas. Caso contrário, o mercado pode não compreender a sinalização feita e o banco central deverá fazer um anúncio para esclarecimento. Porém, um banco central tradicionalmente transparente pode ter pouco espaço para elucidações.

Desta forma, ao se comprometer explicitamente com uma baixa taxa de juros o banco central sinaliza ao mercado que medidas de estímulo à economia serão mantidas até a sua total recuperação. As expectativas de uma queda da inflação são reduzidas, o que evita uma elevação na taxa de juros real, estimulando assim a demanda e investimentos de longo prazo (Klyuev, Imus e Srinivasan, 2009). Os autores lembram, porém, que caso haja um

aquecimento econômico antes do esperado, aliado a pressões inflacionárias, o banco central se encontraria em um dilema entre manter o compromisso ou elevar a taxa de juros. Caso a opção escolhida seja a última, isto prejudicaria a credibilidade do banco central.

Em seu trabalho, Freixas (2009) ainda lembra que com taxas de juros menores, torna-se mais fácil para os bancos obterem liquidez junto ao banco central, devido à redução de tal custo.

1.3.2. Oferta de Refinanciamento pelo Banco Central a uma Taxa de Juros Fixa e com um Prazo Maior

Em momentos de crise, os custos de crédito no mercado interbancário se elevam devido às incertezas no cenário econômico, dificultando a aquisição de empréstimo entre as instituições financeiras. Dessa forma, uma maneira citada por Meier (2009) para reduzir a taxa de juros e assim elevar a liquidez, é através da oferta de crédito pelo banco central para os bancos a uma reduzida taxa e com um longo prazo de vencimento. Esta pode ser uma alternativa às operações de mercado aberto com o objetivo de forçar uma redução na taxa de juros.

O autor apresenta dois principais exemplos de como implementar tal política. Em primeiro lugar, o banco central pode realizar leilões de crédito a fim de determinar a taxa de juros, tendo um montante limitado para ser ofertado a qualquer prêmio de risco oferecido pelos bancos. Assim, com o aumento da oferta de crédito causada pelo banco central e consequentemente, o aumento da liquidez, a taxa de juros do mercado interbancário tende a se reduzir. Esta operação pode ser realizada enquanto o sistema interbancário continuar reagindo às pressões do aumento da oferta e reduza os juros, o que pode ocorrer além da satisfação das necessidades de ampliação de liquidez.

Em segundo lugar, Meier (2009) considera ainda mais eficiente que o banco central ofereça crédito a uma taxa fixa abaixo da média oferecida pelo mercado. Desta forma, o banco central força uma redução dos juros ao emprestar qualquer montante, desde que exista um colateral como garantia, a custos mais baixos, pois os bancos preferirão tomar

empréstimos junto à autoridade monetária. Assim, é “imposto” um limite às taxas de mercado. Tal medida, porém depende da credibilidade do mercado com relação ao compromisso do banco central em manter a prática não convencional. Se os agentes confiarem na manutenção dos juros baixos, não será necessário que este empreste grandes montantes. Porém, caso o contrário ocorra, o cenário poderá ser de grandes volumes de empréstimos demandados, o que acarretaria em um grande risco para o banco central com os bancos agindo contra ele. Deste modo, com a ineficiência da política monetária e a manutenção dos altos juros no mercado interbancário, o banco central encontraria um perigoso descompasso no seu balancete, com empréstimos de curto prazo com altos custos a serem pagos e baixos juros a serem recebidos pelo grande volume de empréstimos de longo prazo concedidos.

1.3.3. Aquisição de Ativos

A aquisição de ativos pelo banco central tem como objetivos, através de operações que afetam o seu balancete, de alterar diretamente taxas de mercado, preços de ativos e empréstimos financeiros. Desse modo, o banco central facilita a transmissão da oferta de crédito do sistema financeiro para o restante da economia.

Diferentemente das políticas anteriormente descritas que visavam especificamente à redução da taxa de juros no mercado interbancário, esta política atua mais diretamente na oferta de liquidez. A política não convencional de compra de ativos pode ser caracterizada de acordo com seus efeitos no passivo do balancete do banco central como sendo de flexibilização qualitativa ou quantitativa.

Segundo definição de Buiter (2008), flexibilização qualitativa consiste em uma mudança na composição dos ativos do balancete do banco central para ativos mais ilíquidos e de maior risco, isso sem alterar a taxa de juros e a base monetária, enquanto flexibilização quantitativa significa uma expansão do balancete, por meio do aumento dos passivos, mantendo constante a composição dos ativos.

1.3.4. Flexibilização Qualitativa

A flexibilização qualitativa se baseia na aquisição de ativos ou oferta de empréstimos para instituições financeiras não bancárias na qual, seja qual for a operação, esta não afeta a oferta de moeda.

Para tal, Meier (2009) cita alguns exemplos de formas de financiamento que poderiam ser usadas em momentos de taxas de juros próximas a zero, tais como: (a) venda ou empréstimo de títulos do governo de curto prazo já existentes; (b) emissão de passivos não monetários e; (c) emissão de novos títulos do governo de curto prazo que seriam depositados junto ao banco central. Para tal seria necessário um acordo com a autoridade fiscal local.

O objetivo da flexibilização qualitativa é afetar o preço de mercado ou a disponibilidade de um ativo de risco. Assim sendo, uma maneira de colocar em prática esta política é através do reequilíbrio das carteiras privadas. Essa reestruturação das carteiras só é possível se o ativo do qual se deseja alterar o preço atenda a duas condições. Em primeiro lugar, a avaliação do ativo deve afetar a sua oferta, isto é, quanto mais um agente possuir deste ativo de risco, menos disposto ele está de adquirir uma unidade a mais dele, e vice-versa. Na verdade, esta característica só é possível de ocorrer se o ativo de risco atender à segunda condição que determina que os ativos utilizados na operação sejam substitutos imperfeitos.

Uma situação hipotética é apresentada pelo autor, na qual o banco central vende um ativo (podendo este ser um título do governo de curto prazo) para financiar a compra de um ativo de risco cujo preço se deseja elevar. Feito isso, os agentes privados passam a ter uma quantidade menor do ativo de risco (assim como há menos dele disponível no mercado) e, como este não é substituto imperfeito do título vendido pelo banco central, os agentes privados irão se esforçar para comprá-lo novamente. Porém, com uma oferta menor do ativo, a demanda irá forçar uma alta do seu preço. Quanto maior a diferença nas características entre os ativos envolvidos, mais eficiente torna-se esta manobra. E o banco central pode continuar atuando de forma eficiente enquanto puder financiar as compras.

Duas ressalvas são feitas. Caso o banco central pratique esta política não convencional em um cenário no qual haja um ativo mais barato e próximo de ser um substituto perfeito do

ativo de risco, a autoridade acabará adquirindo todo o estoque deste sem atingir o seu objetivo. A operação será meramente fiscal ao prover um subsídio aos antigos agentes possuidores do ativo de risco. Além disso, o mercado considera, ao avaliar um ativo de risco, a expectativa de o banco central reverter a sua posição em um espaço relativamente curto de tempo.

O banco central também pode adquirir ativos com o propósito de reduzir a taxa de juros de longo prazo, sinalizando para o mercado que as suas expectativas com relação aos juros futuros estão muito elevadas. O banco central pode comprar títulos de longo prazo e, ao forçar um aumento do preço desses ativos, estes passam a remunerar juros menores. Ocorre uma alteração na curva de juros tal que uma redução nos juros de longo prazo é induzida.

1.3.5. Flexibilização Quantitativa

A política de flexibilização quantitativa se baseia em um aumento do balancete do banco central devido à aquisição de ativos financeiros financiados pela própria autoridade². Essa política gera um aumento no preço do ativo de risco específico e de outros ativos também. Dinheiro é um substituto imperfeito do ativo de risco vendido, e por isso os agentes vendedores compram outros ativos com os recursos adquiridos na transação. A elevação no preço dos ativos ocorre enquanto os agentes preferem adquirir ativos a manter o nível de liquidez. O aumento no preço dos ativos reduz a remuneração paga por eles, diminuindo a taxa de retorno esperada das carteiras que os possuem, o que achata o *spread* entre a taxa de juros de referência e a dos ativos. Isso faz com que linhas de crédito se tornem mais atrativas vis-à-vis aqueles ativos. Isso tem como consequência a diminuição dos custos de crédito (Joyce, Tong e Woods; 2011).

Alguns críticos condenam a flexibilização quantitativa, afirmando que a expansão da oferta de moeda fortalece a demanda agregada e conseqüentemente, causa pressões inflacionárias. O autor então rebate esta crítica com base na afirmação de Krugman (1998)

² Para maiores detalhes ver Meier (2009; p. 15)

que afirma que a tendência de inflação de longo prazo é determinada pelas expectativas futuras da política monetária, e não somente pela atual oferta de moeda. Assim, se existem expectativas de uma reversão da política monetária no futuro, os efeitos da flexibilização quantitativa não causarão pressões inflacionárias. Um exemplo empírico é apresentado por Meier (2009), onde é citado o caso da flexibilização quantitativa implementada no Japão entre 2001 e 2006 enquanto passava por uma crise econômica. Neste caso, apesar da expansão da base monetária realizada pelo Banco Central do Japão, os agregados monetários não acompanharam tamanho crescimento, assim como a demanda agregada e a inflação.

1.4. Conclusão

Neste capítulo é apresentado um resumo das causas da crise de 2008, iniciada nos Estados Unidos, no mercado de hipotecas destinadas ao subprime. Os produtos financeiros lastreados em securitizações dessas hipotecas sofreram uma perda intensa de valor e o clima de pânico e desconfiança causou a drástica redução da liquidez no setor financeiro internacional, obrigando os bancos centrais de diversos países a mudarem a sua forma de atuação e praticando políticas monetárias não convencionais.

Capítulo II: O CASO BRASILEIRO

2.1. A Crise Financeira e a sua Transmissão para o Brasil

A contaminação do Brasil pela crise internacional mostrou-se mais intensa no último trimestre de 2008. Nesse período, a primeira sinalização da crise ocorreu com a intensa desvalorização cambial, devido à fuga de capitais para os países centrais (a cotação do dólar subiu de R\$ 1,57 no final de julho para R\$ 2,12 no final de outubro). Em um ambiente de maior aversão ao risco e conseqüente escassez de liquidez nos sistemas financeiros desenvolvidos, especuladores e empresas transnacionais realizaram suas posições a fim de reverter seu capital para o dólar, protegendo-o e transferindo-o para suas matrizes, para provê-las liquidez (Gentil e Maringoni, 2009).

Como pode ser observado nas tabelas 1 e 2, nesse mesmo trimestre o produto também já sofreu impacto. Observe que na comparação do 4º trimestre de 2008 com o trimestre imediatamente anterior, houve uma redução de 3,6% do PIB. Na tabela seguinte, utilizando a mesma comparação, nota-se que a redução do PIB permanece por apenas mais um trimestre (de janeiro a março de 2009), diminuindo 0,9%. Além disso, o decrescimento do PIB perdeu força de um trimestre para o outro, retomando a sua trajetória ascendente no 2º trimestre de 2009 (aumento de 1,4%, em comparação ao trimestre imediatamente anterior).

Tabela II-1: Principais resultados do PIB a preços de mercado do 4º trimestre de 2007 ao 4º trimestre de 2008.

Taxas (%)	4º Trim. 2007	1º Trim. 2008	2º Trim. 2008	3º Trim. 2008	4º Trim. 2008
Acumulado ao longo do ano/mesmo período do ano anterior	5,7	6,1	6,2	6,4	5,1
Últimos quatro trimestres/quatro trimestres imediatamente anteriores	5,7	5,9	6,0	6,3	5,1
Trimestre/mesmo trimestre do ano anterior	6,1	6,1	6,2	6,8	1,3
Trimestre/trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal)	1,8	1,6	1,6	1,7	-3,6

Tabela II-2: Principais resultados do PIB a preços de mercado do 4º trimestre de 2008 ao 4º trimestre de 2009.

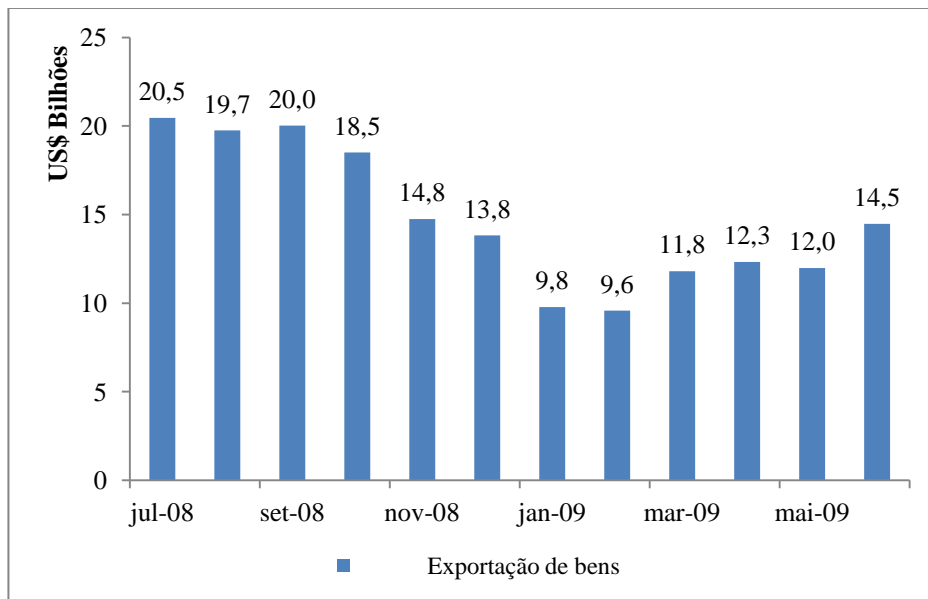
Taxas (%)	4º Trim. 2008	1º Trim. 2009	2º Trim. 2009	3º Trim. 2009	4º Trim. 2009
Acumulado ao longo do ano/mesmo período do ano anterior	5,1	-2,1	-1,9	-1,7	-0,2
Últimos quatro trimestres/quatro trimestres imediatamente anteriores	5,1	3,0	1,0	-1,0	-0,2
Trimestre/mesmo trimestre do ano anterior	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3
Trimestre/trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal)	-3,5	-0,9	1,4	1,7	2,0

Extraído de IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais

No mercado de capitais, sendo o seu principal termômetro o Ibovespa, também refletiu as críticas condições econômicas do período. Entre maio e novembro de 2008, o índice caiu de 72.593 pontos para 36.596 pontos - uma redução de aproximadamente 50%. (Fonte: BM&FBovespa, 2008)

Segundo Holland e Mori (2010), os principais canais de transmissão da crise deveram-se à mudança dos preços internacionais das *commodities* e à redução do produto internacional. Dessa forma, as exportações do Brasil foram prejudicadas tanto pelo preço das *commodities*, bens dos quais o país é grande exportador, quanto pelo volume, pois com a queda do PIB dos países em crise, a demanda internacional ficou enfraquecida, bem como o comércio internacional e as exportações brasileiras, prejudicadas. Observe no gráfico abaixo a queda no volume das exportações. Entre julho de 2008 e fevereiro de 2009, o volume caiu de US\$ 20,5 bilhões para US\$ 9,6 bilhões, havendo uma recuperação nos meses seguintes.

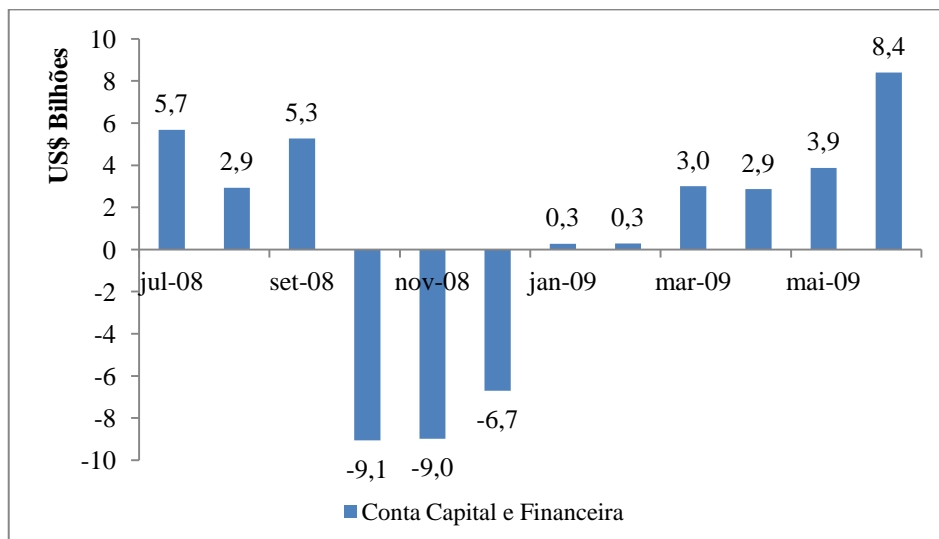
Gráfico II.1: : Volume de Exportações Brasileiras



Fonte: Banco Central do Brasil.(Dados retirados em 30/07/2011) Elaboração do autor.

O desajuste do Balanço de Pagamentos também é destacado por Gentil e Maringoni (2009), que ainda citam a fuga de capitais como outro fator de desequilíbrio constituindo em mais um canal de contágio da crise. Assim, conforme pode ser observado no gráfico abaixo, a Conta Capital e Financeira tornou-se deficitária no último trimestre de 2008, porém retomou o rumo ascendente no ano seguinte.

Gráfico II.2: Fluxo da Conta Capital e Financeira Brasileira



Fonte: Banco Central do Brasil.(Dados retirados em 30/07/2011) Elaboração do autor.

Pochmann (2009), num Comunicado da Presidência do Ipea concorda com os argumentos de Holland e Mori (2010) com relação ao déficit da Balança Comercial, apesar de afirmar que este quadro poderia ter sido mais grave caso a valorização do Real frente ao Dólar no período pré crise permanecesse. Porém, com o cenário inverso durante a crise, alguns setores da indústria brasileira de bens finais, como têxtil, de calçados e vestuário, por exemplo, puderam oferecer preços um pouco mais competitivos. Pochmann (2009) complementa a lista dos principais canais de transmissão da crise internacional para o Brasil com a redução da oferta de crédito e as expectativas pessimistas dos agentes econômicos. O autor chama a atenção para a escassez de crédito internacional refletida no mercado interno, em especial aqueles direcionados ao capital de giro de empresas e ao financiamento a exportações.

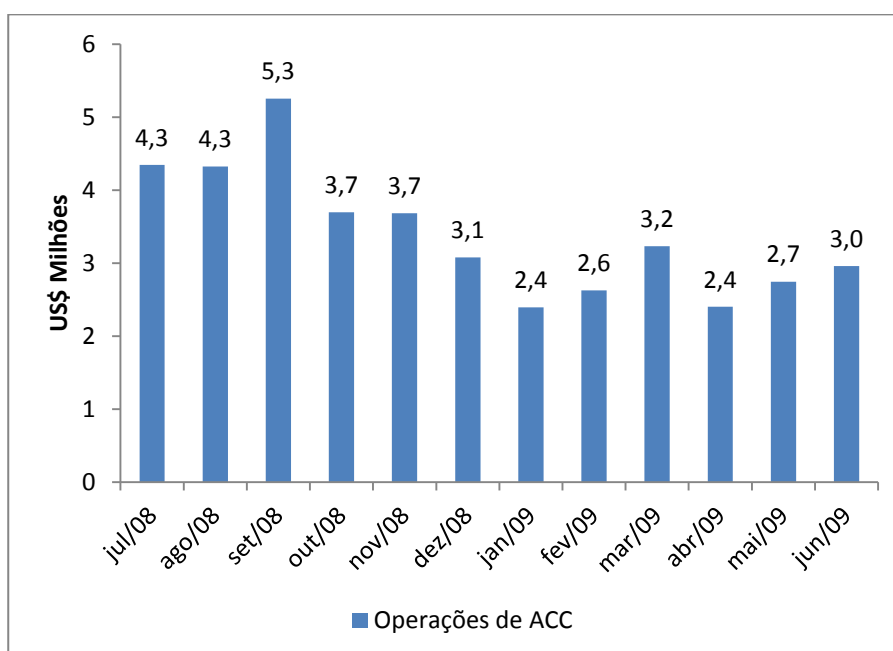
Segundo Gentil e Maringoni (2009), a redução do volume de crédito fez com que a crise atingisse o Brasil diretamente pelo lado da oferta, visto que a redução dos investimentos desacelerou o setor real da economia, gerando corte de empregos. De acordo com Pochmann (2009), a partir de setembro de 2008, a oferta de crédito por bancos com *funding* interno sofreu restrições, pois se entendia que o risco de inadimplência por parte das empresas havia aumentado. Além disso, com a quebra do Lehman Brothers e o agravamento da crise, o financiamento de origem externa também foi retraído. Tal fato causou intensos prejuízos, principalmente aos financiamentos para exportação, concedidos através de Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACCs), que tiveram seus juros elevados e prazos reduzidos. O autor destaca ainda que a oferta de crédito de origem externa representava na época 20% do total de linhas de crédito livre direcionado a empresas nacionais. O autor salienta as consequências da restrição de liquidez explicando que, a partir de setembro de 2008, as grandes empresas, que antes recorriam ao setor externo e ao mercado de capitais interno (este engessado devido ao clima pessimista de crise) em busca de crédito, foram obrigadas a buscar recursos no mercado financeiro interno. Dessa forma, as grandes empresas ajudaram a acirrar a demanda por crédito interno, da qual dependiam as pequenas e médias empresas para financiar seus retraídos fluxos de caixa.

O clima de desconfiança e restrição de liquidez obrigou os bancos de médio porte a reduzirem suas ofertas de crédito, devido ao prejuízo que o lançamento de CDBs, sua maior fonte de captação de recursos, sofreu diante de um mercado financeiro em crise. Passando

para o setor real, os maiores lesados foram as empresas do segmento intermediário, principais clientes desses bancos.

Por último, Pochmann (2009) destaca que, apesar das constantes reduções da taxa Selic pelo Banco Central à época, o acirramento da demanda por crédito somado à maior aversão ao risco elevaram os custos de obtenção de crédito e os *spreads* bancários. As restrições de financiamento prejudicaram mais a concessão de crédito para exportações do que o setor doméstico, fato evidenciado pela queda do volume de operações de ACCs a partir de outubro de 2008, como pode ser observado no gráfico abaixo:

Gráfico II.3: Operações de ACC



Fonte: Banco Central do Brasil.(Dados retirados em 03/08/2011) Elaboração do autor.

O terceiro canal de transmissão apontado por Pochmann (2009) foram as expectativas que constituíram um relevante componente da crise de 2008 e por se tratarem de expectativas pessimistas, alteraram para pior as decisões e a postura dos empresários. Ao serem contaminadas por um clima negativo em relação ao futuro, as indústrias reduziram sua produção, o que teve reflexos no PIB.

Outro canal de contágio da crise destacado por Gentil e Maringoni (2009) trata da financeirização de empresas do setor produtivo. Uma parcela substancial dos ativos de empresas como Aracruz Celulose, Embraer, Sadia e Votorantim estava alocada em operações

especulativas características de instituições financeiras. Diante da crescente apreciação do Real anteriormente à crise, tais empresas fizeram operações com derivativos cambiais nas quais apostavam na permanência deste cenário. Assim, as referidas empresas sofreram grandes prejuízos com a reversão deste movimento e a desvalorização cambial, além da perda patrimonial com a própria desvalorização de seus ativos em um período de deflação. O prejuízo dessas empresas foi estendido às respectivas capacidades de investimento, atingindo por consequência a mão-de-obra e a produção. Os autores afirmam que os prejuízos da Aracruz Celulose e Votorantim totalizaram aproximadamente R\$ 5 bilhões, enquanto a Embraer perdeu R\$ 170 bilhões.

Deve-se salientar que a chamada “blindagem” não evitou a crise, porém conseguiu abrandá-la. Sendo a taxa Selic uma das maiores taxas básicas de juros do mundo à época, os agentes financeiros nacionais conseguiam altas taxas de remuneração de capital devido aos títulos públicos. Ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, esses agentes não tinham a necessidade de recorrer aos produtos financeiros sofisticados e de alto risco lastreados nas hipotecas norte-americanas (Carvalho, 2009).

Holland e Mori (2010), em concordância com Carvalho (2009), reafirmam a existência de fatores inerentes à economia brasileira que evitaram piores resultados. Porém, argumentam que o abrandamento da crise deveu-se a relativamente pequena abertura comercial e financeira, o que evitou o seu aprofundamento pelo setor externo. Citam também que o mercado doméstico de crédito ainda apresentava-se reduzido quando comparado ao PIB.

A menor vulnerabilidade externa também é citada por Almeida (2010) que destaca o grande nível de reservas internacionais brasileiras no período anterior à crise (cerca de US\$ 200 bilhões). Além disso, o autor também lembra as boas condições internas citando uma maior consistência nas contas públicas. Sem contar que as instituições financeiras brasileiras não sofreram contaminação com os ativos podres lastreados em hipotecas de *subprime*.

2.2. As Medidas do Banco Central do Brasil

Holland e Mori (2010) destacam que o governo brasileiro teve condições confortáveis para realizar políticas de flexibilização monetária e afrouxamento fiscal a fim de reverter a

situação de crise, sem causar grandes prejuízos macroeconômicos. As permanentes altas taxas de juros reais, por exemplo, possibilitaram um maior espaço para a prática da flexibilização da política monetária. O período de valorização cambial precedente à crise permitiu que o forte movimento inverso evitasse pressões inflacionárias. O grande montante de reservas internacionais ajudou a evitar os comuns ataques especulativos contra o Real em tempos de crise.

Ainda assim, da mesma forma que as autoridades monetárias ao redor do mundo, o Banco Central do Brasil foi obrigado a adotar medidas especiais a fim de reverter o cenário de escassez de liquidez – tanto em reais quanto em dólares – no sistema financeiro.

Alterações na meta da taxa básica de juros (taxa Selic) tem sido o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (e é considerada política monetária convencional), e nos meses de crise, tal instrumento foi mais uma vez utilizado para estimular a economia.

O Banco Central caminhou inicialmente na contramão da tendência mundial. Através das reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM) o Banco Central iniciou uma política contracionista a partir de junho de 2008 até outubro do mesmo ano, quando a meta da taxa foi sendo elevada gradativamente de 11,25% a 13,75% neste intervalo. De acordo com Holland e Mori (2010), tal política que contrariou aquela praticada externamente pôde ser justificada pelo cenário econômico interno, que segundo os autores, demandava mais atenção do que os indícios de crise advindos de fora. Desta forma, o Banco Central respondeu a um contexto de aquecimento econômico ascendente.

A análise do Banco Central era de que a expansão da oferta não se mostrava suficiente para acompanhar a expansão da demanda doméstica e do mercado de fatores, o que estava causando pressões inflacionárias. Pode-se verificar tal análise nas atas das reuniões do COPOM divulgadas durante o ciclo de elevação da taxa Selic.

Alguns autores criticam este posicionamento. Por meio de uma análise de indicadores econômicos, Freitas (2009), por exemplo, questiona o argumento utilizado pelo Banco Central de descompasso entre oferta e demanda agregada. Segundo a autora, o PIB dos dois primeiros trimestres de 2008 não representava uma aceleração do crescimento, o que vai de encontro com o argumento de que o PIB estava próximo do potencial (cuja determinação é considerada

arbitrária pela autora). Após duas reuniões do COPOM (dezembro de 2008 e janeiro de 2009) nas quais se optou pela manutenção da taxa de 13,75%, foi iniciado então em março de 2009 um ciclo de redução até setembro do mesmo ano, quando a taxa chegou ao patamar de 8,75%, mantido até junho de 2010.

Como existe um intervalo de tempo entre a alteração dos juros e o efeito na economia real, há grandes chances de que o setor real só tenha de fato sido estimulado pela redução da taxa Selic quando a economia já estava em fase de recuperação alguns meses mais tarde, tendo assim um combustível a mais. Seguindo tal lógica, a diminuição dos juros então não teria então sido o fator impulsor de reversão da crise, mas sim contribuiu para a recuperação (Almeida, 2010).

Ao comparar a taxa Selic com as taxas de outros países, aquela ainda permanecia bastante elevada. A meta da taxa básica de juros americana (chamada de *Federal Funds Rate*), por exemplo, chegou a variar entre 0,0% e 0,25% em dezembro de 2008, acarretando assim em juros reais negativos. A comparação se estende a países em desenvolvimento, como China e Índia.

Com relação às políticas monetárias não convencionais, pode-se considerar que foram indispensáveis para o bom desempenho do país ao atravessar um período tão conturbado no cenário internacional. Segundo Mesquita e Torós (2010), havia certos fundamentos que serviam como base para a política monetária adotada pelo Banco Central na época:

“O primeiro foi evitar que a gestão da crise compromettesse o regime de política vigente nos últimos dez anos, e que tem se mostrado muito bem-sucedido, qual seja manter a política monetária voltada para promover a convergência da inflação à trajetória de metas, e a flutuação cambial. O segundo foi minimizar a exposição do Banco Central, e, por conseguinte, do setor público, a repercussões financeiras de eventuais decisões equivocadas adotadas pelo setor privado. O terceiro foi evitar recompensar a assunção exagerada de riscos pelo setor privado, o que elevaria o risco moral no sistema.” (p.194)

Os autores também ressaltam que as iniciativas tomadas pelo Banco Central levaram em conta a incerteza existente com relação à dimensão da crise, pois esta poderia ser apenas um leve distúrbio, como poderia ser longa e intensa. Desta forma, o Banco Central deveria estar preparado caso a crise permanecesse por um longo período.

Como foi visto anteriormente, a preocupação com relação ao cumprimento da meta de inflação foi concretizada com a elevação da taxa Selic nos meses anteriores aos primeiros sinais de contágio.

As outras decisões do Banco Central tinham como objetivo injetar liquidez no sistema financeiro. Isto seria feito através de incentivos a transações entre os agentes financeiros a fim de anular o fenômeno de “empocamento de liquidez” que ocorria, no qual o clima de desconfiança inibia a oferta de crédito. Diferentemente de crises anteriores, desta vez não houve uma fuga de capitais, e sim uma transferência de depósitos advindos de bancos menores para bancos mais robustos ou públicos, que eram considerados mais seguros (Garcia, 2011).

A seguir são descritas as três principais formas de política de gestão de liquidez em Real praticadas pelo Banco Central e listadas por Mesquita e Torós (2010), sendo estas: deduções dos recolhimentos compulsórios, mudanças nas regras do redesconto e atuação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Um resumo cronológico das medidas do Banco Central bem como de outras políticas econômicas praticadas no período de crise são listadas na tabela 1 do anexo.

A liberação de parte dos depósitos compulsórios através de sequenciais mudanças nas regras de recolhimento foi iniciada em setembro de 2008. As reservas compulsórias constituem um encaixe obrigatório proporcional aos depósitos bancários e recolhido junto ao Banco Central em forma de títulos públicos e/ou em espécie. Contribuem para a segurança do sistema bancário e consistem em um canal de transmissão da política monetária. Assim, quanto menor a parcela de recolhimento obrigatório sobre os depósitos exigido pelo Banco Central, maior a capacidade dos bancos de criar poder de compra.

Como foi visto anteriormente, a escassez de liquidez causou maiores prejuízos aos bancos médios e pequenos, e como a maior parcela dos recolhimentos compulsórios pertencia aos bancos de grande porte, estes foram estimulados de tal forma que “socorressem” os demais. O Banco Central criou incentivos para que instituições maiores direcionassem até 70% dos recursos liberados do compulsório para a aquisição de carteiras de crédito dos bancos menores (chegando a até incluir nessa lista títulos de carteiras de fundos de investimento), que se encontravam com dificuldade de obtenção de refinanciamento no mercado e na ocasião, só conseguiam rolar suas carteiras de crédito através da emissão de Certificados de Depósito Bancário e com promessas de juros muito altos (Freitas, 2009).

A liberação dos recolhimentos compulsórios sofreu algumas restrições para que cumprisse seu objetivo. Não era possível direcionar tais recursos para operações entre instituições pertencentes ao mesmo conglomerado; bem como não era permitido adquirir ativos de uma instituição com patrimônio superior a R\$ 7 bilhões; além do que havia um limite de 20% do montante do recolhimento para a compra de ativos da mesma instituição. Antes do contágio da crise, havia R\$ 250 bilhões em depósitos compulsórios. Com as medidas, foram liberados cerca de R\$ 116 bilhões, o que representou 4% do PIB de 2009.

Freitas (2009) critica a eficácia dessa política. De acordo com a autora, o incentivo para aumentar a liquidez foi ineficiente, pois as grandes instituições preferiram alocar seus recursos na forma de títulos públicos, que eram mais líquidos, remuneravam melhor e eram mais seguros do que as carteiras de crédito dos bancos menores, principalmente em tempos de crise.

A segunda política de gestão de liquidez praticada pelo Banco Central tratou das operações de redesconto. Estas consistem em um empréstimo a uma instituição financeira que apresente dificuldades momentâneas de disponibilidade de dinheiro concedido pelo Banco Central. Trata-se de mais uma forma de política monetária de modo que, sendo a taxa de redesconto muito elevada, ela possui um aspecto punitivo para os bancos que se arriscaram e se alavancaram em demasia. Tal empréstimo pode ser concedido também através da venda de ativos da instituição financeira em dificuldades para o Banco Central com o compromisso de recompra. Em outubro de 2008, a autoridade monetária realizou melhorias nas regras de redesconto com a finalidade de dar maior agilidade e eficiência às operações. O prazo das operações foi alongado para até 359 dias e o Banco Central criou novos critérios especiais de avaliação e aceitação de ativos utilizados como garantia para prover maior segurança. Além disso, carteiras de crédito de instituições financeiras passaram a ser aceitas como garantia de empréstimos em forma de redesconto.

Por fim, deve-se destacar a importância do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) no contexto de crise de liquidez. Trata-se de uma “*entidade privada, sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras.*” (Banco Central do Brasil, Resolução nº. 002197/1995, art. 1º) A função do FGC é proteger investidores e depositantes, dado um limite pré-estabelecido, em casos de

dificuldades financeiras extremas das instituições financeiras associadas, tais como falência e insolvência, contribuindo assim para a estabilidade do sistema financeiro.

Em 17 dezembro de 2008, a Resolução 3.656 do Conselho Monetário Nacional deu liberdade para que o FGC pudesse adquirir certificados de depósitos bancários o que contribuiu para dinamizar o ambiente financeiro. Já em março de 2009, a criação do Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE) foi essencial para a recuperação da liquidez no sistema financeiro, segundo Freitas (2009). Trata-se de um produto financeiro com prazo mínimo de seis meses e máximo de sessenta meses, e com garantia especial oferecida pelo FGC para depósitos de até R\$ 20 milhões. Em contrapartida, as instituições associadas deveriam fazer uma contribuição a mais para o FGC. O DPGE foi de extrema importância, pois trouxe um alívio às instituições de menor porte que haviam sofrido com os resgates destinados a instituições maiores ou vinculadas ao governo.

Descrevemos a seguir as medidas de gestão de liquidez em dólar, a partir de Mesquita e Torós (2010). Levando em consideração as incertezas em relação à dimensão e duração da crise, o Banco Central iniciou a prática de leilões de venda de dólar com recompra – além dos leilões de venda final de divisas já praticados. O objetivo era sinalizar para o mercado a intenção de prover liquidez em dólar por bastante tempo, caso fosse necessário. Além disso, o compromisso de recompra tinha a finalidade de evitar uma drástica redução das reservas internacionais, risco que também era minimizado pelo ajuste natural da taxa de câmbio, o qual o Banco Central evitava alterar. De setembro de 2008 a fevereiro de 2009, período no qual foram realizados os leilões de venda com recompra, foi leilado o montante de US\$ 11,8 bilhões, o que representava o equivalente a 6% do total das reservas internacionais de agosto de 2008.

A fim de preservar o comércio exterior das restrições de liquidez em dólar, foram criados os empréstimos de reservas (ou empréstimos em moeda estrangeira). Mais especificamente, o relatório de inflação de dezembro de 2008 do Banco Central destaca a Resolução nº 3.624 de 16 de outubro de 2008 do Conselho Monetário Nacional, ao expor que *“cabe ao Banco Central a determinação de que os recursos (dos empréstimos) sejam direcionados, total ou parcialmente, a operações de comércio exterior”* (p. 100).

Para prover maior suporte às operações de financiamento a atividades ligadas ao comércio exterior, poderiam participar dos leilões de empréstimo não somente as instituições

dealers como também todas aquelas autorizadas a atuar no mercado de câmbio. O montante de empréstimos chegou a US\$ 12,6 bilhões, do qual a maior parte (o equivalente a US\$ 9 bilhões) foi destinada ao mercado de ACCs.

No mercado de derivativos, no período anterior à crise, quando a moeda americana estava em trajetória descendente em relação ao real, o Banco Central atuava no mercado de *swaps* cambiais posicionado comprado em *swaps* cambiais reversos. Porém, com a valorização do dólar em meio à crise, e os conseqüentes prejuízos das empresas não financeiras causados pelos derivativos cambiais, o Banco Central alterou a sua posição a fim de reajustar as assimetrias no mercado futuro de dólar. Assim, a autoridade monetária passou a ofertar *hedge* às instituições financeiras em outubro de 2008, quando assumiu uma posição passiva em dólar com *swaps* tradicionais.

Como havia muita incerteza acerca da dimensão da exposição das empresas não financeiras aos derivativos cambiais, o Banco Central precisou atuar para normalizar o mercado futuro de câmbio que se encontrava muito volátil. Desta forma, em outubro de 2008, o Banco Central passou a oferecer o valor de US\$ 50 bilhões em *swaps* cambiais. Desse total, apenas US\$ 12 bilhões foram vendidos em *swaps* graças à recuperação econômica e à eficácia das políticas públicas.

Por último, é importante destacar a cooperação celebrada entre o Banco Central do Brasil e o Federal Reserve em 29 de outubro de 2008. Foi realizado um acordo de *swap* cambial (dólares por reais) no montante de US\$ 30 bilhões, no qual não houve uma restrição específica para a destinação dos recursos, nem condicionalidades de política econômica. O Federal Reserve realizou acordos equivalentes com outros países, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento, sempre com o objetivo de oferecer recursos em dólares em casos de dificuldades de financiamento na moeda (BCB, 2008). Os autores destacam a importância do reconhecimento do sistema financeiro brasileiro no cenário internacional para que tal acordo fosse realizado. Inicialmente com prazo de duração até 30 de abril de 2009, este foi estendido duas vezes e foi finalizado em 1º de fevereiro de 2010.

2.3. Outras Formas de Injeção de Liquidez

O governo federal realizou uma política bancária coordenada com a atuação do Banco Central no período de crise. Houve uma orientação para que os bancos públicos (especialmente Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) elevassem a quantidade de financiamentos, o que foi fundamental para a retomada da oferta de crédito no sistema bancário e evitar uma crise de liquidez mais profunda.

Com o aumento da desconfiança no sistema financeiro, as instituições privadas passaram a atuar de forma mais conservadora e aumentaram a preferência pela liquidez. Como consequência, houve uma redução da oferta de crédito e o aumento dos *spreads* bancários por parte do setor privado, prejudicando tanto a liquidez do mercado interbancário quanto o crédito ao público em geral. Desta forma, coube aos bancos públicos o papel de emprestar e injetar liquidez (Carvalho, Oliveira e Tepassê, 2010).

2.3.1. **BNDES**

O Banco Nacional de Desenvolvimento teve um papel de destaque nas políticas anticíclicas, contribuindo para a oferta de crédito no mercado brasileiro. O banco, que já vinha aumentando as suas concessões de crédito no período anterior à crise, ampliou ainda mais a obtenção de financiamentos, e teve a sua taxa de juros reduzida a 4,5% ao ano para a aquisição de bens de capital, o que se traduzia em uma taxa real muito próxima de zero (Almeida, 2010). Como consequência, no curto período entre setembro e dezembro de 2008, os empréstimos do BNDES já haviam crescido 13,03% (Carvalho, Oliveira e Tepassê, 2010).

A criação do BNDES PSI (Programa BNDES de Sustentação do Investimento) com o intuito de reduzir os efeitos da crise e dar suporte aos investimentos em andamento estimulou os ramos de bens de capital, exportação e inovação. No período compreendido entre julho e dezembro de 2009, a carteira de crédito do programa atingiu o montante de R\$ 37,1 bilhões. Além disso, outra diretriz de ampliação de crédito do BNDES foi para as micro, pequenas e médias empresas. O desembolso do Cartão BNDES aumentou 193% na comparação entre 2009 e 2008. O banco também teve importância destacada no setor exportador, liberando financiamentos no total de US\$ 8,3 bilhões em 2009 (26% a mais do que em 2008).

2.3.2. Ministério da Fazenda

Quando se trata da atuação do Ministério da Fazenda no combate à crise, não se pode deixar de mencionar a política fiscal implementada à época. Embora esta tenha tido grande importância no cenário internacional, sendo caracterizada como expansiva tanto em países desenvolvidos quanto naqueles em desenvolvimento, no Brasil foi representada apenas por uma parcela próxima a 1% do PIB (Almeida, 2010). Mesmo assim, a sua importância é destacada por ter estimulado diretamente o consumo das famílias e, consequentemente, o nível de investimentos e emprego.

Dentre as medidas de expansão fiscal destacaram-se as desonerações de impostos, neste caso o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre automóveis, eletrodomésticos, materiais de construção e móveis. Houve também um aumento real do salário mínimo de aproximadamente 6% e crescimento do investimento, sendo este direcionado no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e no Programa Minha Casa, Minha Vida, este último com o objetivo de estimular a construção civil. (Araujo e Gentil, 2010)

2.3.3. Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal

Em se tratando dos bancos públicos vinculados ao Ministério da Fazenda, deve-se destacar a atuação do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal que elevaram os financiamentos para o setor industrial. Este sofria as consequências do cenário de redução de liquidez no setor financeiro.

A oferta de crédito dos bancos públicos correspondia a 33,7% da oferta total de crédito em setembro de 2008, começo da crise. Já em dezembro de 2009, tal parcela havia aumentado para 43,5% (Mendonça e Deos, 2010). Este crescimento do crédito foi possível graças à migração de depósitos dos bancos privados para os bancos públicos, que são considerados mais seguros, e tiveram à disposição um montante maior de recursos para conceder empréstimos. (Almeida, 2010)

Com relação ao Banco do Brasil, este atuou diretamente na oferta de crédito tanto para pessoas físicas quanto para empresas. Além de reduzir a taxa de juros para diversos tipos de empréstimos (*spreads*), aumentou a oferta de crédito, especialmente para empresas exportadoras e para o setor rural. Por outro lado, o Banco do Brasil elevou a aquisição de carteiras de crédito de outras instituições financeiras de menor porte, medida coerente com a política do Banco Central. Corroborando com a política bancária, o Banco do Brasil incorporou três bancos públicos de menor porte (Nossa Caixa, Banco do Estado de Santa Catarina e Banco do Piauí), e adquiriu 50% do capital total do Banco Votorantim, que passava por problemas financeiros devido à crise internacional. Como resultado, a participação do Banco do Brasil no mercado de crédito foi elevada de 17,8% em setembro de 2008 para 21,2% em dezembro de 2009, além de sua carteira de crédito ter expandido em 50% no mesmo intervalo. (Mendonça e Deos, 2010)

A Caixa Econômica Federal deu continuidade à sua atuação de facilitadora da construção, tanto habitacional quanto de infraestrutura urbana. Dessa forma, a instituição também reduziu os seus *spreads* relacionados às ofertas de crédito, que foram expandidas, destacando mais uma vez, o financiamento habitacional. A participação da Caixa Econômica Federal no mercado de crédito também se expandiu de 6,6% para 9,5% no mesmo período, bem como a sua carteira de crédito aumentou 79,8% (Mendonça e Deos, 2010).

CONCLUSÃO

Ao analisar as mudanças na condução da política monetária e na economia em geral durante a crise financeira (2008-2009), pode-se concluir que estas caracterizaram políticas monetárias não convencionais. Conforme foi visto no capítulo 1, a taxa de juros muito próxima a zero levou diversos bancos centrais a colocarem em prática políticas que foram além da alteração da taxa básica de juros. Fazendo uma comparação do caso brasileiro com o cenário internacional, nota-se que internamente não houve a necessidade de tantas políticas monetárias não convencionais, pois ainda havia espaço para reduções na taxa Selic. Porém, as mudanças adotadas nas políticas econômicas foram fundamentais para a recuperação da atividade, e algumas podem ser destacadas.

Com relação à transparência do banco central, como foi visto no capítulo 2, a autoridade brasileira foi menos convencional do que o Federal Reserve, por exemplo. Os relatórios de inflação e as atas do Copom sinalizavam os objetivos e a condução das políticas monetárias adotadas pelo Banco Central, especialmente em se tratando de um regime de metas de inflação. Porém, não houve um compromisso explícito de baixas taxas de juros e por um período prolongado, devido ao comprometimento com a estabilização do nível de preços. Por outro lado, como pode ser visto na ata do Copom de janeiro de 2009, o Banco Central anunciou o início da flexibilização da política monetária, quando reduziu a taxa Selic em 1,0 p.p.:

“Nesse contexto, avaliando as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, neste momento, reduzir a taxa Selic para 12,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,75 p.p. Com isso, o Comitê inicia um processo de flexibilização da política monetária realizando de imediato parte relevante do movimento da taxa básica de juros, sem prejuízo para o cumprimento da meta para a inflação.” (§ 26)

Com relação às mudanças nas regras de redesconto, elas ainda mantiveram um caráter punitivo. Porém, o uso de carteiras de crédito como garantia para estas operações, pode ser considerado como uma aproximação da facilitação das condições de empréstimos fornecidos pelo banco central. Em conjunto com as liberações dos depósitos compulsórios como forma de estímulo à aquisição de ativos de bancos menores, pôde-se notar um claro esforço de injeção de liquidez no sistema financeiro pelo Banco Central. A redução da taxa de juros

básica como única alteração na política monetária não parecia ser um incentivo suficiente para normalizar a oferta de crédito.

De forma complementar, ainda no capítulo 2, foi destacada a importância da Resolução 3.656 de dezembro de 2008 do Conselho Monetário Nacional que permitiu ao Fundo Garantidor de Crédito adquirir certificados de depósitos bancários em um período em que o clima de desconfiança prejudicava a demanda por tais produtos. A criação do DPGE mais uma vez favoreceu as instituições de menor porte, tão prejudicadas pela transferência de depósitos para bancos maiores e/ou estatais.

As políticas não convencionais para manter a liquidez em moeda estrangeira também foram bem sucedidas. Em especial, o suporte direto que o Banco Central deu ao setor exportador ao oferecer empréstimos em dólar utilizando suas reservas internacionais em substituição destinados ao mercado de ACC pode ser considerado muito circunstancial por se tratar de um período de dificuldade de obtenção de financiamento em moeda estrangeira.

Como vimos na seção 2.3, a atuação dos bancos públicos também foi fundamental. Estes possuem um papel singular na economia brasileira e fazem parte da sua institucionalidade. No período de crise se comportaram como agentes de política não convencional ao colaborar com a política bancária do Banco Central elevando a oferta de crédito e facilitando as suas condições de pagamento, o que serviu para estimular o consumo das famílias e indústria em um momento em que a redução da liquidez diminuiu a oferta de empréstimos. Além disso, o Banco do Brasil socorreu outras instituições ao comprar suas carteiras de crédito caracterizando também uma política não convencional.

Por fim, a mudança de postura pelo Banco Central do Brasil, seguindo a tendência internacional e aliada aos bancos públicos foi de extrema importância para que o Brasil obtivesse sucesso ao reverter o ciclo recessivo que a grave crise de 2008 causou sobre o sistema financeiro a economia real.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, Julio Gomes. Como o Brasil Superou a Crise. *In*: DE MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro et al.: **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: AKB, Agosto de 2010.

ARAÚJO, Victor L.; GENTIL, Denise. Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. *In*: **ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA**, n. 15. São Luís, Maranhão, 2010

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 002197**, de 31 de Agosto de 1995.

Disponível em

<<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=095174234&method=detalharNormativo>> Acesso em 18 de Dezembro de 2011

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, Dezembro de 2008.

Relatório. Extraído de

<<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=Peano=2008eacaoAno=ABRIRemes=12eacaoMes=ABRIR>>. Acesso em 13 de Dezembro de 2011.

BANCO DO BRASIL. **Sala de Imprensa**. Disponível em:

<<http://www.bb.com.br/portalbb/page251,138,5504,0,0,1,0.bb?codigoMenu=0ecodigoNoticia=19586>>. Acesso em 9 de Fevereiro de 2012.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO. **Boletim de Desempenho de 2009**.

Disponível

em:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/desempenho_2009.html>. Acesso em 11 de Fevereiro de 2012.

BM&FBOVESPA. Índice Bovespa – Ibovespa. **Estatísticas Históricas**. Disponível em <

<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoEvolucaoDiaria.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>>. Acesso em 13 de Outubro de 2011.

BUITER, Willem “Quantitative Easing and Qualitative Easing: A Terminological and Taxonomic Proposal,” **Financial Times on-line edition** 9 de Dezembro de 2008. Disponível

em: <<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/>>. Acesso em 16 de Dezembro de 2011.

CARVALHO, Carlos. E.; OLIVEIRA, Giuliano. C.; TEPASSÊ, Ângela. C. A Relevância da Atuação dos Bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da Crise Financeira Internacional. *In*: MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro et al.: **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: AKB, Agosto de 2010.

CARVALHO, F. Cardim. A crise e o papel de cada um. **Carta Maior**, 22/03/2009. Disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/materiaMostrar.cfm?materia_id=15860>. Acesso em: 26 de Agosto de 2011

_____. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. *In*: DE MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro et al.: **Dossiê da Crise**. Porto Alegre: AKB, Novembro de 2008.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 3.624** de 9 de outubro de 2008. Disponível em <http://www.fgc.org.br/libs/download_arquivo.php?ci_arquivo=89> Acesso em 14 de Dezembro de 2011.

_____. **Resolução nº 3.656** de 17 de dezembro de 2008. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3624.pdf> Acesso em 25 de Novembro de 2011.

FREITAS, M. Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito, **Estudos Avançados**, n.23 (66), São Paulo, IEA/USP, p.125-145, 2009

FREIXAS, Xavier. “Monetary Policy in a Systemic Crisis”. **Working Paper Series** Universitat Pompeu di Fabra e CEPR. Novembro de 2009.

GARCIA, M. G. P. **O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011

GENTIL, Denise. L.; MARINGONI, Gilberto. Crise Econômica e Condicionantes Internos e Externos *In*: **Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. BISPO, C. R. et al (Org.). Brasília, ANFIP, 2009.

GUHA, Krishna. Fed study puts ideal US interest rate at -5%. **Financial Times on-line edition**. 27 de Abril de 2009. Disponível em: <[http://www.ft.com/intl/cms/s/37877644-32c9-11de-8116-](http://www.ft.com/intl/cms/s/37877644-32c9-11de-8116-00144feabdc0,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F37877644-32c9-11de-8116-00144feabdc0.html&_i_referer=#axzz1rPXMTPji.>)

00144feabdc0,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F37877644-32c9-11de-8116-00144feabdc0.html&_i_referer=#axzz1rPXMTPji.>

Acesso em: 15 de Dezembro de 2011

HOLLAND, Márcio. e MORI, Rogério. Respostas à crise financeira de 2008 de uma perspectiva brasileira. **Textos para Discussão** Escola de Economia de São Paulo, n. 249. Março de 2010

JOYCE, M., TONG, M. WOODS, R.. The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. **Bank of England Research and Analysis Quarterly Bulletin**, n. 3/2011, 2011. p.p. 200- 2012

KLYUEV, Vladimir; DE IMUS, Phil; SRINIVASAN Krishna: Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. **IMF Staff Position Note**. Novembro de 2009.

KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. **Public Policy Brief**, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, Janeiro de 2008.

KRUGMAN, Paul: "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," **Brookings Papers on Economic Activity** 1998 2º Semestre, pp. 137–187.

MEIER, André. "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom". **International Monetary Fund Working Paper** n. 163. Agosto de 2009.

MENDONÇA, Ana. R. e DEOS, Simone. O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente. *In*: MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro et al.: **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: AKB, Agosto de 2010.

MESQUITA, Mário. Mário. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. *In*: GARCIA, Márcio.; GIAMBIAGI, Fábio. (Org.). **Risco e regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 189-206.

POCHMANN, Márcio. Crise Internacional: Reações na América Latina e Canais de Transmissão no Brasil. **Ipea – Comunicado da Presidência**. n 17. 18 de fevereiro de 2009.

TAYLOR; John. Risco Sistêmico e o Papel do Governo. *In*: GARCIA, Márcio.; GIAMBIAGI, Fábio. (Org.). **Risco e regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Campus, 2010. p. 19-27.

TORRES FILHO, E. T. Entendendo a Crise do Subprime. **Visão do Desenvolvimento**, N° 44. BNDES, Rio de Janeiro, 2008.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA Jr, Gilberto Rodrigues. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, v. 15, n 30, 2008.

ANEXO 1:

Brasil: Medidas Adotadas para Enfrentar o Agravamento da Crise em Fins de 2008 e Início de 2009 – Ordem Cronológica

2008	Medida Adotada
19 de setembro	Venda de US\$ 500 milhões de dólares com compromisso de recompra para instituições financeiras com o objetivo de financiar as exportações brasileiras.
24 de setembro	O Banco Central adotou duas medidas relativas aos depósitos compulsórios: uma focada para operações de leasing e outra focada nas exigibilidades adicionais sobre os compulsórios sobre depósitos a prazo. Essas medidas visaram a flexibilização nesses depósitos e facilitar as operações de instituições financeiras menores. Estimativa de injeção de R\$ 13,5 bilhões no mercado.
1º de outubro	Antecipação de R\$ 5 bilhões em crédito por parte do Banco do Brasil para o setor agrícola para enfrentar a restrição de crédito ao segmento.
2 de outubro	O Banco Central autorizou o abatimento por parte das instituições financeiras dos compulsórios sobre depósitos a prazo no valor equivalente ao da aquisição da carteira de crédito de outras instituições financeiras. Estimativa de injeção de R\$ 23,5 bilhões no sistema.
6 de outubro	Governo reforçou a linha de financiamento pré-embarque do BNDES em R\$ 5 bilhões e criou uma linha internacional de crédito utilizando as reservas internacionais do Banco Central para financiar exportadores. Edição de Medida Provisória que amplia o escopo de ação do Banco Central durante a crise e facilita a aquisição deste de carteira de crédito de instituições financeiras.
8 de outubro	Banco Central passou a atuar mais intensamente no mercado de câmbio, vendendo moeda estrangeira. Novas mudanças nos compulsórios visaram injetar R\$ 23,2 bilhões no sistema.
9 de outubro	Conselho Monetário Nacional regulamentou as regras de auxílio às instituições financeiras por parte do Banco Central.
13 de outubro	Banco Central realizou novas flexibilizações nos compulsórios, com ampliação do limite de dedução da exigibilidade adicional sobre depósitos e poupança. Também são ampliados os limites de dedução sobre depósitos a prazo. Outras medidas ligadas ao abatimento dos compulsórios sobre operações de leasing e facilidades na aquisição de carteiras de crédito de instituições financeiras também foram adotadas.
16 de outubro	São ampliadas pelo Banco Central as possibilidades para que as instituições financeiras possam aumentar seus recursos via venda de outros ativos de sua carteira. O CMN também autorizou a determinar que nas operações de empréstimos externos, os recursos sejam direcionados para comércio exterior. O Banco Central foi autorizado a receber debêntures de empresas não financeiras nas operações de redesconto.

22 de outubro	Edição de Medida Provisória que autoriza o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a adquirir participação de instituições financeiras estrangeiras sem a necessidade de um processo de licitação. Também é assinado decreto que reduz a zero a alíquota do Imposto de Operações Financeiras (IOF) para aplicação no mercado de capitais e operações de empréstimo e financiamento externo.
27 de outubro	Nova alteração do compulsório por parte do Banco Central permite que as instituições tenham um desconto sobre os compulsórios sobre depósitos à vista para instituições que anteciparem suas contribuições junto ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC).
29 de outubro	O Federal Reserve norte-americano e o Banco Central do Brasil anunciaram uma linha de “swap” de troca de reais por dólares no montante de US\$ 30 bilhões. A Caixa Econômica Federal anunciou ampliações nas suas linhas para a construção civil.
30 de outubro	Banco Central alterou as regras para o recolhimento dos depósitos a prazo, diminuindo a proporção dos compulsórios em títulos e aumentando a participação em espécie.
4 de novembro	Alteração de regras de leilões de dólares por parte do Banco Central. Instituições podem participar de leilões sem apresentar garantias em títulos.
5 de novembro	Ministério da Agricultura anuncia nova linha de crédito para o setor em R\$ 1 bilhão. O Banco do Brasil ficou encarregado de operacionalizar a linha.
6 de novembro	Governo anuncia R\$ 19 bilhões em novas linhas de crédito. O BNDES ficou com a maior parcela, com R\$ 10 bilhões em novas linhas de crédito pré-embarque e para operações de capital de giro. O Banco do Brasil tem ampliação de R\$ 5 bilhões para operações de capital de giro de pequenas e médias empresas e outros R\$ 4 bilhões para o auxílio de bancos de montadoras.
11 de novembro	O governo do estado de São Paulo cria uma linha de R\$ 4 bilhões destinados a bancos e financeiras ligados às montadoras. A operacionalização ficou a encargo da Nossa Caixa. A Caixa Econômica Federal ampliou o limite para financiamento de aquisição de material para construção de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil.
12 de novembro	A Caixa Econômica Federal ampliou em R\$ 2 bilhões o crédito para financiamento do varejo para aquisição de bens de consumo e materiais de construção.
13 de novembro	Banco Central altera regras de recolhimento de compulsórios de exigibilidade adicional, permitindo depósitos em títulos públicos a partir de 1º de dezembro.
16 de novembro	Governo alterou datas de pagamento de tributos federais (IR, contribuição previdenciária, PIS/Cofins e IPI), ampliando os prazos.
21 de novembro	Redução do IOF de 3,38% para 0,38% nas operações de financiamento de aquisição de motos por pessoas físicas.
25 de novembro	Banco Central criou regra que permite que bancos abatam do depósito a prazo o valor investido em CDIs do BNDES.
1º de dezembro	BNDES anunciou criação de nova linha para o financiamento de capital de giro de R\$ 6 bilhões.

11 de dezembro	CMN autorizou o Banco Central a utilizar parte das reservas internacionais para rolagem de financiamento de empresas brasileiras no exterior. Governo também anunciou mudanças na tabela do Imposto de Renda, com a criação de novas alíquotas para 2009, redução do IOF para o consumo e do IPI para as montadoras até 31 de março de 2009. A estimativa do impacto das medidas é de R\$ 8,4 bilhões.
12 de dezembro	O governo do estado de São Paulo anunciou medidas fiscais para enfrentar a crise, com a criação de uma linha de financiamento para as empresas de autopeças e máquinas e alterações na Nota Fiscal Paulista e na regulamentação do ICMS.
16 de dezembro	CMN aprovou a liberação de recursos do Fundo Garantidor de Crédito para instituições financeiras menores, com vistas à utilização em operações de crédito para a pessoa física e pessoa jurídica.
2009	
21 de janeiro	O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central decidiu pela redução da meta da taxa básica de juros – Selic – em um ponto percentual, reduzindo-a para 12,75% aa.
22 de janeiro	Ampliação de recursos para o BNDES em R\$ 100 bilhões para 2009 e 2010.
10 de março	O limite para empréstimo consignado para aposentados foi ampliado pelo Conselho Nacional de Previdência Social.
11 de março	O Copom decidiu por uma nova redução da meta da taxa básica de juros – Selic – em um ponto percentual e meio, levando a meta para 11,25% aa.
26 de março	CMN alterou regras do Fundo Garantidor de Crédito, estendendo as garantias para CDBs até o limite individual de R\$ 20 milhões. A medida visou a ampliação de recursos para instituições financeiras pequenas e médias.
30 de março	Governo prorrogou a isenção do IPI para montadoras até junho e estendeu o benefício para motocicletas e materiais de construção.
13 de abril	Governo Federal anunciou que repassará R\$ 1 bilhão para as prefeituras para fazer face aos efeitos da crise e compensar as perdas no Fundo de Participação dos Municípios.
15 de abril	Governo anunciou que a Petrobras deixará de contribuir para efeitos de cumprimento da meta de superávit fiscal em 2009, liberando, dessa forma, R\$ 15,5 bilhões para que a estatal possa realizar investimentos.
16 de abril	CMN anunciou duas novas medidas, uma voltada à liberação de recursos da ordem R\$ 12,6 bilhões pelo BNDES para o agronegócio e outra para a estocagem e produção de álcool em 2009 através de uma linha de crédito de R\$ 2,3 bilhões.
17 de abril	Governo reduziu o IPI de produtos da linha branca e ampliou a lista de produtos com IPI reduzido no segmento da construção.
29 de abril	O Copom reduziu novamente a meta da taxa Selic em um ponto percentual, fixando-a em 10,25% aa.
10 de junho	Copom reduziu a meta da taxa Selic para 9,25% aa.

15 de junho	Banco do Brasil ampliou em R\$ 11,6 bilhões as linhas de crédito para as pequenas e micro empresas.
29 de junho	Governo prorrogou a redução do IPI para veículos , materiais de construção, caminhões e eletrodomésticos. Também foi reduzida a contribuição da PIS/Cofins para o pão francês e a farinha de trigo e foi prorrogada a redução deste tributo para motocicletas. Também houve a desoneração do IPI para 70 itens de máquinas e equipamentos. A Taxa de Juros de Longo Prazo foi reduzida de 6,25% aa para 6% aa.
22 de julho	Copom reduz a meta da taxa básica de juros – Selic – em um ponto percentual, para 8,25% aa.
28 de julho	O Conselho Deliberativo do FAT (CODEFAT) aprovou a criação de uma linha de crédito de R\$ 200 milhões para financiar taxistas a aquisição de veículos novos.

Extraído de Holland e Mori (2010)